

Le conseil en investissement, nouveau service d'investissement organisé par la directive MIF¹



PHILIPPE ARESTAN

Responsable "Regulatory"
Service juridique de la direction
des marchés de capitaux
Calyon, Crédit Agricole CIB

Dans la directive de 1993 sur les services d'investissement (DSI), le conseil en investissement était un service connexe. Dans la directive sur les marchés d'instruments financiers (MIF), il devient un service d'investissement. Ce nouveau dispositif maintenant transposé en droit français entrera en vigueur, comme l'ensemble de la MIF, le 1^{er} novembre prochain. La préparation de cette échéance ne va pas sans soulever un certain nombre d'interrogations.

Le conseil en investissements qui n'était qu'un service connexe dans la DSI² de 1993 devient un service d'investissement dans la directive MIF.

L'article 4, paragraphe 1, point 4) de la directive-cadre³ définit le conseil en investissement comme "la fourniture de recommandations personnalisées à un client, soit à sa demande soit à l'initiative de l'entreprise d'investissement, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers".

L'article 52 de la directive d'application⁴ dispose que, pour les besoins de la définition du conseil en investissement de la directive-cadre, "une recommandation est réputée « personnalisée » lorsqu'elle est adressée à une personne en raison de sa qualité d'investisseur ou d'investisseur potentiel, ou de sa qualité d'agent d'un investisseur ou un investisseur potentiel.

"Cette recommandation doit être présentée comme adaptée à cette personne, ou basée sur l'examen de la situa-

tion propre à cette personne, et doit recommander la réalisation d'une opération relevant des catégories suivantes :

- "l'achat, la vente, la souscription, l'échange, le remboursement, la détention ou la prise ferme d'un instrument financier particulier ;
- "l'exercice ou le non-exercice du droit conféré par un instrument financier particulier d'acheter, de vendre, de souscrire, d'échanger ou de rembourser un instrument financier.

"Une recommandation n'est pas réputée personnalisée si elle est exclusivement diffusée par des canaux de distribution ou destinée au public".

Comme l'ensemble de la directive, ses dispositions relatives au conseil en investissement viennent d'être transposées dans la législation française⁵. La création de ce nouveau service d'investissement emporte certaines conséquences (I) et ne va pas sans soulever quelques interrogations (II).

1. Directive concernant les marchés d'instruments financiers: cette directive est composée de trois textes, une directive-cadre du 21 avril 2004, et deux textes d'application (un règlement et une directive) du 10 août 2006. Seules la directive-cadre et la directive d'application traitent du conseil en investissement.

2. Directive 93/22/CE du Conseil, du 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières.

3. Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, publiée au JOUE du 30 avril 2004, p. L 145/1 et s.

4. Directive 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006 portant mesures d'exécution de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive.

5. La MIF a été transposée en France par l'ordonnance n° 2007-544 du 12/04/2007 relative aux marchés d'instruments financiers, publiée au JO du 13/04/2007, par les décrets n° 2007-901 et n° 2007-904 du 15/05/2007 pris pour l'application de l'ordonnance n° 2007-544 du 12/04/2007 relative aux marchés d'instruments financiers et modifiant le Code monétaire et financier (partie réglementaire), publiés au JO du 16/05/2007, et par l'arrêté du 15/05/2007 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, publié au JO du 16/05/2007.

I. les conséquences de la qualification du conseil en investissement en service d'investissement

Le fait que le conseil en investissement devienne un service d'investissement à part entière emporte deux obligations pour le prestataire qui rend ce service : l'obtention d'un agrément (1) et le respect de règles de bonne conduite renforcées (2). En contrepartie de son agrément, le prestataire bénéficie du passeport européen (3).

1. La nécessité d'un agrément

Le considérant (3) de la directive indique que, étant un service d'investissement, la fourniture du conseil en investissement nécessite l'obtention préalable d'un agrément. La nécessité d'un agrément pour les services d'investissements visés par la directive est confirmée par le considérant (17) qui prévoit que *“les personnes qui fournissent des services d'investissement et/ou exercent des activités d'investissement couverts par la présente directive devraient être soumises à un agrément délivré par leur État membre d'origine aux fins d'assurer la protection des investisseurs et la stabilité du système financier”*. Les *“conditions d'agrément et d'exercice applicables aux entreprises d'investissement”* font l'objet du titre II de la directive.

Toutefois, la nécessité d'un agrément pour exercer l'activité de conseil en investissement suppose que cette activité soit exercée à titre principal. Le considérant (12) dispose en effet que *“les personnes qui ne fournissent des services d'investissement qu'à titre accessoire dans le cadre de leur activité professionnelle devraient aussi être exclues du champ d'application de la présente directive, à condition que cette activité professionnelle soit réglementée et que la réglementation pertinente n'exclue pas la fourniture, à titre accessoire, de services d'investissement”*. En d'autres termes, un prestataire en services d'investissement (établissement de crédit, entreprise d'investissement) qui exerce effectivement une activité réglementée, et dont la réglementation n'exclut pas la fourniture de services d'investissement à titre accessoire, peut proposer une activité de conseil en investissement sans avoir besoin, pour ce faire, de disposer d'un agrément spécifique, dans la mesure où cette activité de conseil reste accessoire par rapport aux services d'investissement pour lesquels ce prestataire est agréé à titre principal. Le considérant (18) confirme d'ailleurs qu'un établissement de crédit, agréé à ce titre, *“ne devrait pas avoir besoin d'un autre agrément en vertu de la présente directive pour fournir des services d'investissement”*, donc notamment le service de conseil en investissement, peu important d'ailleurs à ce moment-là que ce service soit accessoire ou pas. De même, le considérant (19) indique que *“si une entreprise d'investissement fournit ponctuellement un ou plusieurs services d'investissement ou exerce ponctuellement une ou plusieurs activités d'investissement*

non couverts par son agrément, elle ne devrait pas avoir besoin d'un agrément supplémentaire dans le cadre de la présente directive”.

Dès lors, l'article 2 de la directive, qui traite des exemptions, dispose à ses paragraphes 1., c) et j) que *“la présente directive ne s'applique pas aux personnes qui fournissent :*

- *“un service d'investissement à titre accessoire dans le cadre d'une activité professionnelle, dès lors que celle-ci est régie par des dispositions législatives ou réglementaires ou par un code déontologique qui n'exclut pas la fourniture de ce service ;*
- *“des conseils en investissement dans le cadre de l'exercice d'une autre activité professionnelle qui n'est pas visée par la présente directive à condition que la fourniture de tels conseils ne soit pas spécifiquement rémunérée”*.

De même, l'article 3 qui traite des *“exemptions optionnelles”* prévoit à son paragraphe 1., 1^{er} tiret, que *“les États membres peuvent choisir de ne pas appliquer la présente directive aux personnes dont ils sont l'État membre d'origine et qui [...] ne sont pas autorisées à fournir des services d'investissement à l'exception de [...] la fourniture de conseil en investissement [...], à condition que les activités de ces personnes soient réglementées au niveau national”*. Ces personnes ne bénéficient alors pas du passeport européen.

En pratique en France, les conseillers en investissements financiers (CIF) qui, depuis la loi de sécurité financière, constituent une profession réglementée et qui sont habilités à ce titre à exercer l'activité de conseil en investissement, paraissent relever des dispositions de cet article 3. Il en résulte que l'État français peut décider de ne pas leur appliquer la directive⁶ : les CIF ne seront alors pas soumis à l'obligation de disposer d'un agrément conforme aux dispositions de la directive (objet du titre II, chapitre 1^{er}) ni de se conformer au statut d'entreprise d'investissement⁷ prévu par la directive (objet du titre II, chapitre II), mais en contrepartie ils ne bénéficieront pas du passeport européen (objet du titre II, chapitre III).

2. Le respect de règles de bonne conduite renforcées

Le statut d'entreprise d'investissement prévu par la directive (objet du titre II, chapitre II), c'est-à-dire de prestataire de service d'investissement dans la terminologie française, prévoit notamment le respect de règles de bonne conduite. Parmi celles-ci, l'article 19, 4., dispose que *“lorsqu'elle fournit du conseil en investissement [...], l'entreprise d'investissement se procure les informations nécessaires concernant les connaissances et l'expérience du client ou du client potentiel en matière d'investissement en rapport avec le type spécifique de produit ou de service, sa situation financière et ses objectifs d'investissement, de manière à pouvoir lui recommander les services d'investissement et les instruments financiers qui lui conviennent”*. C'est ce que la MIF appelle le *“suitability test”*, expression qui a été traduite en français par *“évaluation de l'adéquation”*.

6. Voir infra, C - 1) La transposition par ordonnance des dispositions de nature législative.

7. Au sens de la directive, l'expression *“entreprise d'investissement”* cor-

respond à *“prestataire de service d'investissement dans la terminologie française”*.

De ce point de vue également, il n'est donc pas indifférent pour un prestataire de savoir s'il rend ou non le service de conseil en investissement. S'il le rend, la fourniture de ce service devra être précédée d'une évaluation renforcée du client, puisque le *suitability test* qu'il doit à son client ou à son client potentiel sera plus complet et plus lourd de conséquences que le test ordinaire appelé "*appropriateness test*" traduit en français par la périphrase "*évaluation du caractère approprié*". Le *suitability test* est plus complet en ce qu'il porte sur trois critères (compétence et expérience, situation financière, objectifs d'investissement), alors que l'*appropriateness test* ne porte que sur le premier critère (compétence et expérience).

Le *suitability test* est également lourd de conséquences, cela pour deux raisons : la première est que si les critères un (compétence et expérience) et deux (situation financière) sont présumés pour les clients professionnels, le critère trois (objectifs d'investissement) ne peut pas l'être : ce dernier critère devra donc être systématiquement vérifié par le prestataire. Or, les contreparties éligibles ne peuvent être ainsi qualifiées que pour trois services d'investissement : la réception-transmission d'ordres pour compte de tiers, l'exécution d'ordres pour compte de tiers, la négociation pour compte propre. Une contrepartie ne peut donc pas être qualifiée de contrepartie éligible pour le service de conseil en investissement. Pour ce service, ces contreparties ne sont donc pas des contreparties éligibles mais des clients professionnels, pour lesquels les objectifs d'investissement doivent donc être vérifiés par le prestataire. Cela peut soulever une difficulté relationnelle (voire commerciale) avec certaines contreparties du prestataire, telles que par exemple des fonds d'investissement qui pourront ne pas avoir envie de dévoiler à leurs prestataires le détail de leurs objectifs d'investissement. La question est alors de savoir quelle conséquence le prestataire devra en tirer.

C'est à cette étape de la démonstration qu'intervient la deuxième raison de la lourdeur du *suitability test*. En effet, et à la différence de l'*appropriateness test*, lorsque le prestataire constate que le client ne remplit pas les critères⁸ du *suitability test*, la MIF lui fait interdiction de rendre le service d'investissement correspondant, en l'occurrence le service de conseil en investissements. Cette deuxième conséquence du *suitability test* risque d'aviver encore les difficultés relationnelles entre le prestataire et son client, difficultés que le prestataire devra gérer.

3. Le bénéfice du passeport européen

Une troisième conséquence de la qualification de l'activité de conseil en investissement en service d'investissement réside dans la possibilité de bénéficier du passeport européen. Le considérant (23) le confirme lorsqu'il dispose qu'un prestataire en services d'investissement "*agrée[e] dans son État membre d'origine devrait être autorisé[e] à fournir des services d'investissement ou à exercer des activités d'investissement dans toute la Communauté sans avoir à demander un agrément distinct de l'autorité*

8. Le seul critère relatif aux objectifs pour le professionnel (du fait de la présomption pour les deux autres) ; les trois critères pour un client de détail.

9. Art. 2, 1° qui insère le service de conseil en investissement à l'article

compétente de l'État membre dans lequel [il] souhaite fournir de tels services ou exercer de telles activités".

Pendant, comme nous l'avons vu ci-dessus, si le prestataire qui exerce l'activité de conseil en investissement fait l'objet d'une exemption ou d'une exemption optionnelle d'agrément, l'activité de conseil ne bénéficie pas du passeport.

II. Les interrogations soulevées par la création du service de conseil en investissement

Les incertitudes sont diverses. Elles se présentent exactement dans les mêmes termes selon que l'on se réfère à la MIF ou aux textes français de transposition, dans la mesure où, dans une logique d'harmonisation maximale, l'ordonnance⁹, ses décrets d'application¹⁰ et le règlement général¹¹ de l'AMF s'en tiennent la plupart du temps à la lettre de leurs sources européennes.

Ces difficultés portent sur différents aspects, plus particulièrement :

- la question de l'agrément pour les PSI qui proposaient le service de conseil en investissement en tant que service connexe (1) ;
- l'articulation entre le service de conseil en investissement et l'obligation de conseil (2) ;
- le lien entre le nouveau service principal de conseil en investissement et le service de conseil aux entreprises, qui est un service auxiliaire à la fois aux opérations de banques et aux services d'investissement (3) ;
- la compatibilité entre le service de conseil en investissement et le statut français de conseil en investissement financier (4).

1. La question de l'agrément des PSI qui rendaient le service connexe de conseil en investissement

Comme nous l'avons vu, avec la MIF, le conseil en investissement cesse d'être un service connexe pour devenir un service principal. Par conséquent, à compter de la date d'entrée en vigueur de la MIF, soit le 1^{er} novembre 2007, la fourniture de ce service nécessitera un agrément. Si cela semble normal pour les PSI qui démarreront cette activité après cette date, cet agrément paraît superfétatoire pour les prestataires qui exerçaient déjà cette activité avant cette date au titre du service connexe. En effet, ces PSI étant, par hypothèse, agréés pour des services "principaux" répondent d'ores et déjà aux conditions posées, notamment en matière de fonds propres et d'assurance. Leur imposer de déposer un nouveau dossier d'agrément n'aurait fait que générer inutilement des lourdeurs administratives et paralyser la fourniture du service durant cette période.

C'est la raison pour laquelle il a paru raisonnable de prévoir une clause dite de "grand-père" ou de "droit

L. 321-1 du CMF, et art. 6, I qui prévoit la "clause de grand-père".

10. Décret 2007-904, art. 2 qui insère dans le CMF l'art. D. 321-1 dont le 5. définit le service de conseil en investissement.

11. Art. 314-43 qui explicite la notion de recommandation personnalisée.

acquis” au bénéfice des prestataires de services d’investissements qui exerçaient une activité de conseil en investissement avant le 1^{er} novembre 2007. C’est ce principe qui est prévu au premier alinéa du I de l’article 6 de l’ordonnance de transposition. Cet alinéa est ainsi rédigé :

“Les prestataires de services d’investissement qui fournissaient effectivement, à la date d’entrée en vigueur de la présente ordonnance¹², le service d’investissement mentionné au 5 [du I¹³] de l’article L. 321 sont dispensés, pour l’exercice de ce service, des procédures prévues à l’article L. 532-1¹⁴ et bénéficient des dispositions des articles L. 532-23 à L. 532-25¹⁵”.

Toujours selon l’ordonnance, les PSI devront remplir deux conditions pour bénéficier de cette faculté : “mettre leurs statuts en harmonie avec le Code monétaire et financier, tel que modifié par la présente ordonnance”, et “effectuer, avant le 1^{er} novembre 2007, une déclaration d’activité au Comité des établissements de crédit et des entreprises d’investissement”. Concernant l’obligation de mise en harmonie des statuts, l’AFEI a précisé qu’“aucune date n’a été fixée par le législateur ou par les autorités à cet effet (la date du 1^{er} novembre ne s’appliquant qu’à la déclaration d’activité) et qu’il incombera donc à chaque établissement de faire le nécessaire pour procéder, dans des délais raisonnables et réalistes, à ladite mise en harmonie”. La déclaration d’activité fait pour sa part l’objet d’une déclaration-type du CECEI transmise à l’AFEI, à l’ASF et à la FBF, document que ces trois associations professionnelles ont diffusé à leurs membres. Le CECEI a précisé à cette occasion que “les établissements qui souhaitent bénéficier des droits acquis doivent retourner leurs fiches dès que possible et au plus tard le 31 octobre 2007”.

L’article 6 de l’ordonnance indique également qu’à la suite de cette déclaration, le CECEI “publie la liste des prestataires de services d’investissement dans les conditions définies à l’article L. 612-2. Pour établir cette liste, le Comité des établissements de crédits et des entreprises d’investissement apprécie le contenu de ces déclarations. Le cas échéant, il peut les faire rectifier. L’autorité des marchés financiers exerce à l’égard des sociétés de gestion de portefeuille les attributions confiées au Comité des établissements de crédits et des entreprises d’investissement au présent alinéa”. Grâce à la faculté qui leur est ainsi donnée, “les personnes morales figurant sur les listes établies par le Comité des établissements de crédits et des entreprises d’investissement et par l’Autorité des marchés financiers sont réputées avoir obtenu l’agrément mentionné à l’article L. 532-1 pour le service de conseil en investissement”.

En revanche, “à défaut de déclaration, les prestataires qui offraient ce service doivent cesser de le fournir” à compter du 1^{er} novembre. Le CECEI rappelle en outre que “toute déclaration effectuée au-delà [du 31 octobre 2007] ne pourra être prise en compte par le CECEI”. Par conséquent, le prestataire qui n’aura pas pris la précaution d’effectuer une déclaration d’activité avant le 31 octobre, s’il souhaite néanmoins poursuivre cette activité au-delà

cette date, n’aura à compter du 1^{er} novembre d’autre solution que de déposer une demande formelle d’extension de son agrément, ce qui est plus contraignant.

Le principe de la clause de grand-père étant acté, et la procédure de mise en œuvre étant détaillée, reste pour chaque prestataire à se prononcer sur la question de l’opportunité de procéder à cette déclaration. Cette démarche volontaire du PSI suppose en effet de sa part qu’il reconnaisse rendre d’ores et déjà le service de conseil en investissement, alors que le contenu exact de ce nouveau service fait encore débat. Les points qui suivent donnent quelques illustrations des incertitudes qui demeurent.

2. L’articulation entre le service de conseil en investissement et l’obligation de conseil

Sur ce point, l’interrogation vient du fait qu’il existe une différence, légère sur la forme (un seul mot) mais qui peut être lourde de conséquences, entre la définition du conseil en investissement dans la directive-cadre et celle du texte de transposition. En effet :

- l’article 4.1.4 de la directive-cadre définit le conseil en investissement comme “la fourniture de recommandations personnalisées à un client, soit à sa demande soit à l’initiative de l’entreprise d’investissement, en ce qui concerne une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers” ;
- la modification du livre III du Code monétaire et financier par le décret de transposition¹⁶ aboutit notamment à définir le service conseil en investissement comme “le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande soit à l’initiative de l’entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers”¹⁷.

Alors que le texte de transposition a conservé le terme “client” dans les définitions d’autres services d’investissement, ce mot est, comme nous le voyons, remplacé par celui de “tiers” dans la définition française du nouveau service de conseil en investissement. La question revient donc à savoir si une conséquence doit être tirée de cette substitution de termes et, dans l’affirmative, laquelle.

Il semble à première vue que la notion de “tiers” soit plus large que celle de “client”. La MIF employant souvent l’expression “client ou client potentiel”, on comprend de cette distinction que le “client” est une personne qui est déjà en relation commerciale avec le PSI, alors que le “client potentiel” est une personne qui va peut-être devenir cliente mais ne l’est pas encore. Le mot “tiers” paraît pouvoir couvrir ces deux étapes de la relation commerciale, selon que l’interlocuteur du PSI est déjà dans une relation commerciale (client) avec ce PSI, ou selon qu’il ne l’est pas encore mais le deviendra peut-être (client potentiel). La notion de “tiers” est donc plus large que celle de “client” en ce qu’elle englobe également les “clients potentiels”.

12. Le 1^{er} novembre 2007.

13. Dans sa nouvelle rédaction issue de l’ordonnance de transposition, il n’y a plus de § I dans cet article. La référence à ce I est donc une coquille rédactionnelle qui sera vraisemblablement corrigée par la loi de ratification de ladite ordonnance.

14. Procédures d’agrément.

15. Passeport européen.

16. D. n° 2007-904.

17. Art. D. 321-1, 5. CMF.

La question subsidiaire consiste à se demander quelle conséquence doit être tirée de cet élargissement du périmètre des personnes auxquelles le PSI fournit ses recommandations personnalisées constitutives d'un service de conseil en investissement.

Dans la logique de la MIF, la mise en œuvre du service de conseil en investissement suppose que la personne à laquelle les recommandations sont fournies ait accepté de les recevoir, et même éventuellement de les payer¹⁸, cet accord sur la nature de la prestation et sur son prix passant par la signature d'un contrat. À compter de cette signature, le client potentiel devient un client, et ce n'est qu'à compter de ce moment que le service de conseil en investissement lui est fourni.

Dès lors, est-il envisageable que le conseil en investissement soit fourni à une personne qui n'est pas encore cliente, mais seulement cliente potentielle? Au sens précis de la MIF, a priori non, comme nous venons de le voir. Quel sens cette extension pourrait-elle alors avoir dans le cadre de la transposition de cette définition en droit français? On peut se demander s'il ne faudrait pas y voir une tentative d'élargir ce service (qui rappelons-le suppose un agrément, et impose ensuite de mettre en œuvre le *suitability test* au lieu de l'*appropriateness test*¹⁹) au-delà de son périmètre harmonisé par la directive, en cherchant à englober dans le périmètre de ce service l'actuelle obligation française d'information (voire, dans certains cas limités, de conseil), d'origine jurisprudentielle et doctrinale, qui est préalable à la vente de tout produit ou la fourniture de tout service, qu'il soit bancaire ou financier. Cette obligation jurisprudentielle, étant précontractuelle, s'adresse bien à une personne qui n'est pas encore cliente, tout du moins au titre du nouveau produit ou service proposé. Sous cet angle, on pourrait ainsi considérer que cette obligation d'information voire de conseil, de nature précontractuelle, entre dans la définition française du conseil en investissement.

L'effet immédiat de cette substitution de mots serait donc d'élargir considérablement le périmètre du nouveau service de conseil en investissement, en y attirant toute la relation précontractuelle relative à l'offre de n'importe quel produit ou service financier. La conséquence de cet élargissement serait d'imposer, d'une part, un agrément pour le service de conseil et, d'autre part, la mise en œuvre du *suitability test* pour la commercialisation de tout produit ou service financier, à partir du moment où le PSI est tenu de respecter son obligation jurisprudentielle d'information (voire de conseil). Ainsi, alors que le *suitability test* réservé par la MIF à deux services d'investissement précis²⁰, il devrait, en France, être mis en œuvre dans tout acte de vente précédé, au titre de l'obligation jurisprudentielle, d'une information ou d'un conseil relatif au produit ou au service proposé.

Une telle extension du champ du service de conseil en investissement ne paraît pas souhaitable; cela pour au moins deux raisons. La première est qu'une telle exten-

sion paraît difficilement compatible avec la logique d'harmonisation maximale de la directive MIF, et avec le *level playing field* commun qui est censé en résulter. La deuxième raison est que la MIF elle-même (directive-cadre et directive d'application) fait clairement la distinction entre, d'une part, les services d'investissement, dont fait partie le nouveau service de conseil en investissement, et, d'autre part, les obligations d'information et de conseil, préalables à la fourniture d'un quelconque de ces services, que sont l'*appropriateness test* et le *suitability test*.

Pour ces différentes raisons, il aurait paru préférable de conserver dans le texte de transposition le terme "client" de la directive-cadre, plutôt que de chercher à le remplacer par celui de "tiers".

3. Le lien entre le nouveau service principal de conseil en investissement et le service de conseil en opérations de haut de bilan, qui est un service connexe à la fois aux opérations de banques et aux services d'investissement

Dans la DSI, la question de la frontière entre le conseil en investissement et le conseil en opérations de haut de bilan ne se posait pas. Cela pour deux raisons :

- d'une part, du fait que, les deux services étant connexes, aucun ne nécessitait d'agrément. Il importait donc peu au PSI de savoir au titre duquel de ces deux services connexes il agissait;
- d'autre part, parce que la frontière entre les deux services était claire, au moins dans la transposition qui en a été faite en 1996 par la loi MAF²¹: dans ce texte, le conseil en M&A s'appliquait uniquement les entreprises, et le conseil en investissement (transposé sous l'intitulé de conseil en gestion de patrimoine) ne concernait que les particuliers.

Ces deux arguments sont remis en cause par la MIF :

- le conseil en investissement devenant un service principal, il est désormais nécessaire d'identifier les situations qu'il recouvre et celles qui n'en relèvent pas;
- la frontière entre les deux services est devenue floue, à tel point que l'on pourrait se demander si certaines activités de M&A ne relèveraient pas cumulativement de l'un et l'autre services. Il existerait donc potentiellement un périmètre de chevauchement des deux services.

En effet, à la différence du conseil en gestion de patrimoine de la loi MAF qui ne concernait que les particuliers, la définition du conseil en investissement, en s'adressant aux clients dans la MIF ou aux tiers dans le texte de transposition, engloberait donc désormais à la fois les clients personnes physiques et les clients personnes morales.

18. Toutefois, le prix ne constitue pas un élément caractéristique de la prestation de conseil en investissement. En effet, dans la pratique, la prestation de conseil n'est pas rémunérée en soi, par le versement d'un honoraire, mais le cas échéant par une rétrocession de commission au titre des produits ou services vendus à l'issue de la prestation de conseil.

19. Voir supra.

20. Le conseil en investissements et la gestion de portefeuille sous mandat.

21. Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, JO du 4 juillet 1996, p. 10063 et s.

Par ailleurs, dans le Code monétaire et financier, le paragraphe 2° de l'article L. 321-2 prévoit de maintenir la définition actuelle du conseil en M&A à savoir: "La fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ainsi que de services concernant les fusions et le rachat d'entreprises".

Dès lors, si la frontière entre le conseil en M&A et le conseil en investissement paraît simple dans certaines situations, elle pourrait l'être moins pour d'autres dans lesquelles le rattachement clair à l'un ou à l'autre des deux services semble plus discutable (par exemple: le conseil en IPO, le conseil en offre publique ou le conseil en vente/achat d'une participation stratégique). Dans ces situations, le conseil en M&A (service auxiliaire), intégrant par certains aspects des opérations sur instruments financiers, pourrait également relever par ce dernier aspect du conseil en investissement (service principal).

Cette difficulté serait bénigne si la qualification de l'activité de conseil en "service d'investissement" plutôt qu'en "service auxiliaire" n'emportait pas des conséquences importantes pour la banque. Ces conséquences sont doubles: comme nous l'avons vu, la qualification de l'activité de conseil en service d'investissement suppose tout d'abord un agrément; elle met ensuite, et peut-être surtout, à la charge de la banque des obligations d'information et de conseil renforcées (*suitability test*).

Ainsi, outre la problématique initiale que pourrait avoir un établissement qui ne ferait que du conseil en M&A (au sens large) de demander ou non l'agrément pour le service principal de conseil en investissement (avec le risque, s'il ne le fait pas, qu'une autorité le lui reproche), le problème pourrait également concerner les établissements qui seront, en tout état de cause (de droit ou de fait), agréés pour le conseil en investissement. En effet, dans ce dernier cas, il leur restera à déterminer, si le conseil donné à un *corporate* doit être précédé du *suitability test* (obligation de conseil renforcée qui s'applique notamment lorsque l'on rend un service de conseil en investissement) ou bien si le conseil peut être donné sans que ce test soit mis en œuvre lorsque le prestataire estime rendre à son client un simple service auxiliaire de conseil en M&A.

Afin de tenter de clarifier cette "frontière floue", plusieurs pistes sont envisageables:

1^{re} piste

On peut tout d'abord imaginer reprendre la solution qui avait été retenue par la France en 1996 lors de la transposition de la DSI. À cette époque, la loi MAF avait entendu limiter le conseil en investissement (transposé en tant que conseil en gestion de patrimoine) aux conseils donnés à des personnes physiques. Ce service s'opposait ainsi naturellement (et était donc complémentaire) au conseil en M&A qui était dispensé uniquement auprès des personnes morales (il n'y avait donc peu de doute sur la frontière entre les deux).

Dans cette optique, la proposition serait donc que, dans la première phrase de la définition du conseil en investissement, le mot "tiers" soit remplacé par l'expression "personne physique". La nouvelle rédaction de la phrase serait alors la suivante: "Constitue le service de conseil en investissement le fait de fournir des recommandations personnalisées à une personne physique, soit à sa

demande soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers".

Cette approche pose néanmoins un problème car, si la DSI avait placé le conseil en investissement et le conseil en M&A sur un même plan (services auxiliaires), ce n'est plus le cas dans la MIF qui remonte le seul conseil en investissement au rang de service principal. Dès lors, et dans la mesure où le texte de la MIF vise tout "client", il semble peu probable que la MIF ait entendu limiter aux personnes physiques la portée de ce nouveau service d'investissement (sans, pour autant, qu'une telle intention n'apparaisse ni dans le texte, ni dans les débats relatifs à ce texte). En conséquence, la MIF étant clairement un texte d'harmonisation maximale (ce qui était peut-être moins le cas de la DSI), il serait probablement difficile d'obtenir des autorités françaises qu'elles limitent d'elles-mêmes le champ de ce nouveau service aux seules personnes physiques.

2^e piste

Cette première approche étant incertaine, une autre piste de réflexion peut être envisagée: elle consiste à demander au CESR, dans le cadre de la coordination des régulateurs (au niveau 3 de la procédure Lamfalussy) de clarifier la frontière entre le service principal et le service auxiliaire.

Pour ce faire, deux propositions sont envisageables:

- la première consiste à identifier un ou deux critères (si possible clairs et d'un maniement aisé) qui permettraient d'éviter le chevauchement des deux services en déterminant avec un minimum de certitude les situations qui relèvent du service principal et celles qui se rattachent au service auxiliaire:

- un premier critère pourrait être celui de l'impact bilanciel du conseil, en distinguant selon que le conseil impacte le bilan du client plutôt côté actif ou plutôt côté passif: ainsi, le conseil en investissement portant la plupart du temps sur la nécessité de réaliser des investissements ou des désinvestissements (en instruments financiers), on pourrait estimer selon ce premier critère que le conseil en investissement impacte essentiellement l'actif. En revanche, le conseil en haut de bilan visant à restructurer ou optimiser les sources de financement (titres de capital, titres de créances, titres hybrides...), se situe naturellement côté passif;

- un second critère pourrait consister dans la finalité du conseil pour le client, cette finalité pouvant être soit simplement patrimoniale (il s'agit dans ce cas de conseil en investissement) soit, au contraire, stratégique (il s'agit alors de conseil en M&A);

- le croisement de ces deux critères permettrait ainsi de se prononcer avec une relative certitude sur la frontière entre les deux services: relèverait du service principal de conseil en investissement le conseil portant principalement sur des éléments d'actifs et dans une logique patrimoniale; relèverait du service auxiliaire de conseil en M&A le conseil portant essentiellement sur des éléments de passif, réalisé dans une finalité stratégique. L'utilisation de termes tels que "principalement" ou "essentiellement" montre que la frontière entre les deux services ne serait pas totalement étanche et, par conséquent, que les critères proposés ne sont pas parfaitement discriminants.

- C'est pourquoi une deuxième proposition, complémentaire ou subsidiaire par rapport à la précédente, pourrait être envisagée. Elle viserait également à vider le périmètre de chevauchement entre les deux services, mais par la voie rédactionnelle. Cette option consisterait à compléter, ou à interpréter, la définition du conseil en investissement de façon à exclure formellement de ce service principal les activités de conseil relevant du service auxiliaire.

Cette modification pourrait se faire en ajoutant à la fin de la première phrase de la définition, proposée dans le texte de transposition, le membre de phrase suivant : *“à l'exception du conseil visé au 4. de l'article L. 321-2”*. La nouvelle rédaction de la phrase serait alors la suivante : *“Constitue le service de conseil en investissement le fait de fournir des recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers, à l'exception du conseil visé au 4. de l'article L. 321-2”*.

Ainsi, même lorsque le conseil en M&A comporte un aspect pouvant être qualifié de “transactions sur instruments financiers”, cela n'aboutirait pas à requalifier le service auxiliaire en service principal, et permettrait donc d'éviter les conséquences d'une telle requalification (agrément, *suitability test*,...).

On pourrait enfin envisager de combiner les deux modifications rédactionnelles proposées pour la première phrase de la définition du conseil en investissement (piste 1 + piste 2), ce qui donnerait la rédaction suivante : *“Constitue le service de conseil en investissement le fait de fournir des recommandations personnalisées à une personne physique, soit à sa demande soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers, à l'exception du conseil visé au 4. de l'article L. 321-2”*.

Cette dernière rédaction aurait le mérite de clarifier nettement le fait que le 4. de l'article L. 321-2 vise uniquement les entreprises exploitées sous une forme sociale (personnes morales), et non pas les entreprises individuelles (personnes physiques). Si cela s'avérait nécessaire à l'usage, cette rédaction pourrait être interprétée à l'aune de la combinaison des critères proposés ci-dessus.

Si l'on estimait qu'il n'est pas envisageable de retoucher déjà au texte de transposition qui vient d'être publié, il conviendrait à tout le moins que le CESR au niveau européen, ou l'AMF au plan français, se prononce clairement dans le sens d'une frontière nette entre les deux services de conseil. Une position simple consisterait pour le moins à reconnaître que toute activité de conseil pouvant se rattacher à la définition du service connexe, ipso facto n'entre pas dans le périmètre du service principal.

4. la compatibilité entre le service de conseil en investissement et le statut français du conseiller en investissement financier

La loi n° 2003-706 de sécurité financière (LSF) publiée le 1^{er} août 2003 a institué le statut de conseiller en investissements financiers (CIF), contenu dans les articles L. 541-1 à L. 541-7 du Code monétaire et financier. L'objectif de cette réglementation était de donner un cadre juridique à l'activité de conseiller financier exercée par les indépendants, activité qui n'était jusqu'alors régie par aucun texte.

La consultation lancée le 3 juin 2004 par l'Autorité des marchés financiers sur les modalités de mise en œuvre de la régulation des CIF est venue apporter une précision sur le périmètre de ce statut : l'AMF a confirmé que cette activité recouvrait non seulement les prestations de conseil patrimonial, mais également les prestations de conseil aux entreprises. Or, si le statut de CIF visait, comme nous l'avons dit, au premier chef les conseillers en gestion de patrimoine indépendants, c'est-à-dire de fait ceux faisant du conseil aux personnes physiques, son périmètre légal s'est trouvé englober également les prestations de conseils aux entreprises dont le conseil en opérations de haut de bilan, dont il n'avait jamais été question au stade préparatoire de la loi de sécurité financière. Cela a été confirmé par la Commission des finances du Sénat dans son rapport d'information n° 431 (2003-2004) : cette disposition législative y est jugée regrettable dans la mesure où *“ces prestations sont de nature très différente de celle du conseil patrimonial, et s'adressent essentiellement à une clientèle de professionnels”*.

Or, comme nous l'avons vu précédemment, le service de conseil en investissement porte pour sa part sur les transactions sur instruments financiers, envers les particuliers et les entreprises, à l'exclusion du conseil en opérations de haut de bilan (qui font l'objet d'un service auxiliaire, et non du service principal).

Le périmètre du statut de CIF et celui du service de conseil en investissement ne se superposent donc pas totalement. Lors des travaux de transposition de la MIF, un débat s'est développé afin de tenter de clarifier les champs respectifs du statut et du service. Les orientations alors envisagées consistaient, soit à clairement séparer leurs champs respectifs, soit à tenter de les faire coïncider. Dans cette perspective, deux pistes paraissaient donc envisageables. La première visait à laisser subsister en parallèle le statut français de CIF, non passeportable, et le service de conseil en investissement réalisé par un PSI, et donc passeportable. La seconde piste se fixait pour but de superposer les deux périmètres, en transposant le service de conseil en investissement à travers le statut de CIF. Selon cette seconde option, le CIF serait devenu une sous-catégorie de PSI, à côté des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, avec tout ce que cela suppose de contraintes réglementaires, prudentielles... supplémentaires.

De façon manifeste, les textes de transposition montrent que la première des deux pistes (coexistence du statut de CIF et du service de conseil en investissement exercé par un PSI) a eu la préférence du législateur. Ainsi,

dans le livre V du Code monétaire et financier relatif aux prestataires de services, les CIF ne sont pas transférés dans le titre III "Prestataires de services d'investissement" mais restent classés dans le titre IV "Autres prestataires de services".

Ce premier constat doit toutefois être relativisé. En effet, la définition des CIF n'étant pas foncièrement modifiée, le lien entre le statut de CIF et le service de conseil en investissements est conservé : ainsi, parmi les activités que le CIF peut exercer à titre de profession habituelle, figure "le conseil portant sur la fourniture de services d'investissement mentionnés à l'article L. 321-1"²², dont le conseil en investissement^{23 24}.

Il résulte également de ce renvoi à l'article L. 321-1 que l'activité du CIF serait bien plus large que le seul conseil en investissement, cela pour deux raisons.

Tout d'abord, son activité de conseil pourrait porter non seulement, comme nous venons de le voir, sur le conseil en investissement, mais également sur les sept autres services d'investissement²⁵ visés à l'article L. 321-1 du Code.

Ensuite, outre le conseil relatif aux services d'investissement, son activité pourrait également consister dans "le conseil portant sur la réalisation d'opérations sur les instruments financiers mentionnés à l'article L. 211-1 [...] d'opérations de banque mentionnées à l'article L. 311-1 [...] d'opérations sur biens divers définis à l'article L. 550-1".

Le projet d'ordonnance se proposait enfin de compléter cette référence à l'article L. 550-1 par la mention du conseil en gestion de patrimoine. Ce dernier ajout amenait trois remarques : d'une part, cette référence au conseil en gestion de patrimoine, qui n'existait pas dans la version antérieure de l'article L. 541-1 résultant de la LSF, avait été inséré dans le projet d'ordonnance de transposition de la MIF après son passage devant le CCLRF²⁶, donc assez tardivement dans le processus de consultation ; on pouvait d'autre part constater que le conseil en gestion de patrimoine de la loi MAF était la traduction libre du service connexe de conseil en investissement de la DSI²⁷, et que l'intitulé de ce service devenu principal dans la MIF était désormais repris à l'identique dans le projet d'ordonnance de transposition²⁸. Or, le conseil aux particuliers est englobé dans le service plus large de conseil en investissement (qui, comme nous l'avons vu, s'adresse à la fois aux particuliers et aux professionnels). Dès lors, on ne voyait pas bien ce qu'apportait l'ajout du conseil en gestion de patrimoine à la liste des quatre autres activités de conseil ; d'autant que cette expression n'était toujours définie nulle part²⁹. Ces raisons expliquent probablement que la référence au conseil en gestion de patrimoine a, in fine, été retirée de l'ordonnance.

22. Art. L. 541-1, I, 3°, CMF.

23. Art. L. 321-1, II, 5. CMF.

24. Notons au passage que l'activité du CIF, si l'on comprend bien le sens de cette articulation, consisterait donc notamment à fournir un conseil portant sur le service de conseil en investissement !

25. Ce sont : la réception et la transmission d'ordres pour le compte de tiers ; l'exécution d'ordres pour le compte de tiers ; la négociation pour compte propre ; la gestion de portefeuille pour le compte de tiers ; la prise ferme ; le placement garanti ; le placement non garanti ; l'exploitation d'un système multilatéral de négociation.

Le reformatage du statut de CIF aboutit enfin à repositionner le périmètre de son activité réglementée, dans un double mouvement d'élargissement et de rétrécissement.

• L'élargissement du périmètre du statut de CIF résulte du fait que, en sus de ses activités de conseil, "le CIF [peut] également fournir le service de réception-transmission d'ordre pour compte de tiers [RTO], dans les conditions et limites fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers"³⁰. La raison de cet élargissement est la suivante : le CIF, à l'issue de son activité de conseil, peut être conduit à recueillir de ses clients des ordres de souscription ou de rachat de parts ou actions d'OPCVM³¹. Or, d'aucuns ont estimé que, dans le nouveau cadre de la MIF, ces recueils d'ordres de souscriptions ou de rachats relevaient désormais du service de RTO. Dans cette logique, permettre aux CIF de rendre ce service de RTO revient donc à les autoriser à poursuivre leur activité de commercialisation des OPCVM. Nous sommes ici clairement dans le domaine d'une exception au principe selon lequel la prestation d'un service d'investissement nécessite pour son auteur d'être agréé en tant que prestataire de service d'investissement. C'est la raison pour laquelle le 2° de l'article L. 531-2 du Code monétaire et financier est modifié pour ajouter les CIF à la liste des personnes qui peuvent fournir des services d'investissement sans être agréés en tant que PSI³².

Toutefois, une question subsidiaire (mais néanmoins importante en terme de concurrence) demeure : le règlement général de l'AMF, auquel il est renvoyé, limiterait-il le service de RTO rendu par un CIF au seul recueil d'ordres de souscription ou de rachat de parts ou actions d'OPCVM ? Cela devrait être le cas, puisque comme nous venons de le voir, nous sommes clairement dans le cadre d'une exception ; en outre, dans le cas contraire, il en résulterait un élargissement considérable du statut de CIF : dans cette hypothèse improbable, et afin d'éviter toute distorsion de concurrence, il conviendrait alors de quitter l'exception pour revenir au principe, en alignant la réglementation des CIF sur celle des prestataires en service d'investissement.

Quoi qu'il en soit, même dans le scénario le plus logique où les CIF ne seraient agréés que pour un service de RTO restreint aux OPCVM, il serait fortement souhaitable que les règles de conduite, c'est-à-dire les règles de protection de la clientèle, qui leur sont applicables soient en tous points identiques à celles auxquelles les PSI sont soumis. Cela signifie que le chapitre IV du livre III du règlement général de l'AMF qui s'applique pour l'instant uniquement aux PSI devra être modifié pour être étendu aux CIF.

• Le rétrécissement du statut de CIF provient du fait

26. Comité consultatif de la législation et de la réglementation financière.

27. Ce qui permettrait de positionner clairement ce service connexe sur le conseil aux particuliers.

28. La logique d'harmonisation maximale de la MIF voulant que l'on n'autorise plus les mêmes libertés de transposition.

29. La loi MAF déjà ne définissait pas le conseil en gestion de patrimoine.

30. Art. L. 541-1, II, CMF.

31. Parts de FCP ou actions de SICAV.

32. Art. L. 531-2, 2°, k), CMF.

que son activité ne porte plus sur les opérations connexes aux opérations de banque ni sur les services auxiliaires aux services d'investissement³³, parmi lesquels figure *“la fourniture de conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielles et de questions connexes ainsi que de services concernant les fusions et le rachat d'entreprises”*. Ainsi, le conseil en opérations de haut de bilan sort du champ du statut de CIF. A compter du 1^{er} novembre prochain, comme avant l'entrée en vigueur de la loi de sécurité financière, cette activité ne sera donc plus réglementée sous le label CIF. Mais cette activité ne sera pas non plus réglementée au titre de la transposition de la MIF (puisque'elle n'est qu'un service auxiliaire).

Cela ne signifie pas pour autant que l'ensemble de l'activité de conseil aux entreprises sortirait du périmètre du CIF. D'une part, les opérations de haut de bilan constituent un service auxiliaire dont l'exercice est libre, et elles ne sont pas réglementées par ailleurs; le CIF peut donc exercer librement cette activité, en sus de son activité réglementée. D'autre part, les activités réglementées du CIF s'adressent aux particuliers comme aux entreprises.

En revanche, les structures professionnelles qui ne fournissent que du conseil en opérations de haut de bilan et qui étaient devenues CIF après la loi de sécurité financière, n'auront plus l'obligation de rester sous ce statut. Pour autant, rien ne semble interdire que ces entités puissent choisir de conserver leur statut de CIF.

Sur un plan pratique, un recentrage du statut de CIF pourrait par exemple présenter un intérêt pour les filiales de groupes bancaires exerçant l'activité de conseil en opérations de haut de bilan à travers des sociétés commerciales de droit commun, n'ayant donc pas elles-mêmes le statut de PSI, et devant de ce fait, depuis la loi de sécurité financière, respecter le statut de CIF. Ce recentrage bénéficierait également aux indépendants qui proposent la même activité de conseil en opérations de haut de bilan.

Notons pour terminer un dernier aménagement qui est apporté au statut de CIF par les textes de transposition de la MIF. L'interdiction faite au CIF de recevoir des fonds de ses clients est étendue à la réception d'instruments financiers des clients. Les parts de fonds communs de placement et les actions de SICAV étant des instruments financiers, on aurait pu se demander si cette interdiction n'était pas contradictoire avec la possibilité donnée aux CIF de continuer à recevoir des souscriptions ou des rachats de telles parts ou actions sous couvert de RTO. En réalité, il faut considérer que le CIF-RTO n'est pas teneur de compte-titres, si bien que les souscriptions qu'il reçoit portent sur des instruments financiers qui ne sont pas inscrits dans ses livres. L'interdiction de recevoir des titres de ses clients n'est alors pas contradictoire avec l'exercice de l'activité de RTO. ■

33. Art. L. 541-1 nouveau, I, CMF.

Plus de 17 000 ouvrages
sur le seul sujet
qui vous obsède vraiment.

www.revuebanquelibrairie.com

La librairie spécialisée dans la banque et la finance